

«Moral hazard» зростання зовнішньої заборгованості України в умовах доларизації економіки

АНОТАЦІЯ. У статті розглянуто валютну структуру міжнародної заборгованості України, її терміновість і взаємовплив з доларизаційними процесами всередині країни. Проведено детермінаційний аналіз дефініції «moral hazard».

КЛЮЧОВІ СЛОВА: Moral hazard, міжнародна заборгованість, доларизація, волатильність, рейтинг боргових зобов'язань, девальваційні очікування, неінституціоналізм, валютне заміщення.

Вступ

Алогізм та ірраціональність розвитку сучасної світової економічної системи, що підтвердила остання фінансова криза всупереч актуальній теорії мейнстріму — неолібералізму та класики політ-економії Адама Сміта про саморегуляцію та всезагального принципу laissez-faire, зумовлює перманентну необхідність деконструкцій теорій і переоцінки егоїстичної, раціональної поведінки економічних суб'єктів, щодо її девіантності, та визначення аксіологічної компоненти не лише на мікро-, але й на мезо-, макро-, мега- та метарівнях.

Релевантною проблемою сьогодення виступає зростання ризику неплатоспроможності країн перед їхніми зарубіжними позикодавцями. Світова фінансова криза привела до небачених із часів Великої депресії темпів зростання волатильності кредитів і платежів з обслуговування зовнішніх запозичень і державних боргів зокрема, що в свою чергу порушує хитку короткострокову стабільність глобалізованої світової фінансової системи. Тому для зменшення ризику дефолту країни звертаються за все новими кредитними траншами до МВФ та інших фінансових організацій, що призводить до зростання міжнародної заборгованості країн. Однак, навіть серед сучасних економістів не вщухає суперечка про роль, значення та позитивні чи швидше негативні наслідки даних кре-

*Луцишин Зоряна Орестівна — доктор економічних наук, професор кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Цвігун Тарас Богданович — аспірант кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

дитів, і про біхевіоризм державного управління кредитними ресурсами, що спричиняють «moral hazard» в економіці.

Варто зазначити, що в науковій публіцистиці України достатньо широко висвітлена проблематика моральних ризиків банків і страхових компаній і досліджений закордонний досвід у цій сфері, проте моральні ризики міжнародних кредитних організацій і наслідки політики держав-позичальників по відношенню до останніх потребують як теоретичного, так і практичного обґрунтування, особливо в українських реаліях — оцінки процесу зростання міжнародної заборгованості в умовах трансформації, структурних шоків і дисбалансів економіки України: дефіцит сальдо платіжного балансу, негативне сальдо торгового балансу, різниця доходності гривневих облігацій та єврооблігацій, низький рівень монетизації економіки через заміщення валют — доларизацію та ін.

Вітчизняна наукова школа передусім представлена такими науковцями, як: Т. Болгар¹, О. Ващенко², О. Пластун³, які досліджували ризики та моральні ризики у банківській діяльності. Ризикам зростання міжнародної заборгованості присвячені роботи О. Василика⁴, А. Гальчинського⁵, Г. Климка, Н. Кравчук⁶ та ін.

Важливий внесок у дослідження проблеми міжнародної заборгованості зробили західні економісти А. Лаффер⁷, А. Лернер⁸, Р. Масгрейв⁹, М. Фрідман¹⁰, ризик був об'єктом дослідження у роботах А. Алхіана¹¹, Ч. Войфела¹², С. Вудвардса¹³ та ін.

¹ Болгар Т.М. Пластун О.Л. ПРИНЦИПОВІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ МОРАЛЬНИХ РИЗИКІВ БАНКУ — Електронне видання — [Режим доступу] http://academy.sumy.ua/images/stories/docs/K_VOA/plastun_001.pdf

² Ващенко О.М. МОРАЛЬНІ РИЗИКИ ЯК ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ ФАКТОР ІСНУВАННЯ ТІНЬОВОГО СЕКТОРА В ЕКОНОМІЦІ — Електронне видання — [Режим доступу] <http://dspace.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/3928/1/20.pdf>

³ Болгар Т.М. Пластун О.Л. ПРИНЦИПОВІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ МОРАЛЬНИХ РИЗИКІВ БАНКУ — Електронне видання — [Режим доступу] http://academy.sumy.ua/images/stories/docs/K_VOA/plastun_001.pdf

⁴ Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник. — К.: Видавництво НІОС, 2000.

⁵ Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004—2015) «Шляхом європейської інтеграції» / Авторський колектив: А. С. Гальчинський, В. М. Гесець та ін.; НІСД, Інститут економічного прогнозування НАНУ, Міністерство економіки та з питань європейської інтеграції. — К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004.

⁶ Кравчук Н.М., Зінченко Н.В. Управління прибутковістю підприємства Проблеми підвищення ефективності інфра-структури: зб. наук. праць. — К.: НАУ. 2011. — № 30. — С. 70—75.

⁷ A. Laffer «Экономическая теория уклонения от налогов» (The Economics of the Tax Revolt, 1979) — совместно с Дж. Сеймуром.

⁸ Lerner A. The Economics of Control. Principles of Welfare Economics. — N.Y., 1944.

⁹ Масгрейв Р. А., Масгрейв П. Б. Государственные финансы: теория и практика / пер. с 5-го англ. изд. [1989]. — М.: Бизнес Атлас. 2009. — 716 с.

¹⁰ М. Фрідман «Гроші: кількісна теорія» (1968) («Money: the Quantity Theory»)

¹¹ Alchian A. A., The firm is dead, long live the firm: a review of O.

¹² Войфел Ч. Энциклопедия банковского дела и финансов [Текст] / Вулфел Чарльз Дж. — М.: Корпорация «Федоров», 2003. — 1584 с.

¹³ Williamson's The economic institutions of capitalism [Текст] / A. A. Alchian, S. Woodward. — Journal of economic Literature, 1988. — v. 26. — N 1. — P. 70.

Метою статті є визначення ролі та значення моральних ризиків (*moral hazard*) у зростанні міжнародної заборгованості України в умовах валютного заміщення та заміщення активів.

Дефініція «*moral hazard*». Вперше поняття «*moral hazard*» зустрічається в галузі страхування як наслідок поведінки страхувальника після підписання договору зі страховиком. Дефінітивно визначається, що раціональний індивід після підписання договору страхування діє інакше, ніж до того, тому що в разі настання збитків він більше не понесе фінансових витрат і це створює додаткові стимули для страхувальника вести себе недбало після підписання контракту. Таким чином, ризикована поведінка створює додаткові загрози для страхової компанії, покриття яких і компенсація завданої шкоди неспіврозмірні зі страховими платежами, оскільки частота страхових випадків, — реалізації ризику, значно зростає. Для конкретизації даного морального ризику спричиненого недбалою поведінкою або постконтрактним опортунізмом, науковці ввели термін «*moral hazard*».

Міхаель Бордо та Анна Швартц у дослідженні «Вимірювання реальних економічних ефектів від фінансової допомоги: історична перспектива, або як країни в стані кризи досягли успіху без кредитування» стверджують, що основним недоліком моделей фінансової допомоги країнам постраждалим від економічних криз, згідно сучасної системи міжнародного кредитування, виступає сприяння виникненню морального ризику. Припущення кредиторів, що використання фінансових вливань при наперед визначених умовах з певним рівнем продуктивності не є ризикованим у будь-якій країні виявилось хибним, оскільки позичальники впевнені, якщо б економічна ситуація погіршилась, то їхні борги будуть реструктуризовані або списані у зв'язку з неплатоспроможністю¹.

Moral hazard — це моральний ризик, який з'являється внаслідок асиметрії інформації до або після підписання договору, коли наявні розбіжності між користю індивіда (індивідуальна раціональність) та добробутом спільноти чи суспільства (колективна раціональність). *Moral hazard* на міжнародному рівні спричиняють уряди країн та інші суб'єкти міжнародного економічного права, намагаючись нав'язати іншим учасникам міжнародних відносин власну опортуністичну поведінку. Детермінаційний аналіз поняття *moral hazard* показав його комплексність, а також розкриває його як синтезу певної сукупності взаємозв'язків відображених на дендрограмі (рис. 1).

¹ Bordo, Michael D. und Anna J. Schwartz (2000), Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress have Fared with and without Bailouts, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 53, S. 101

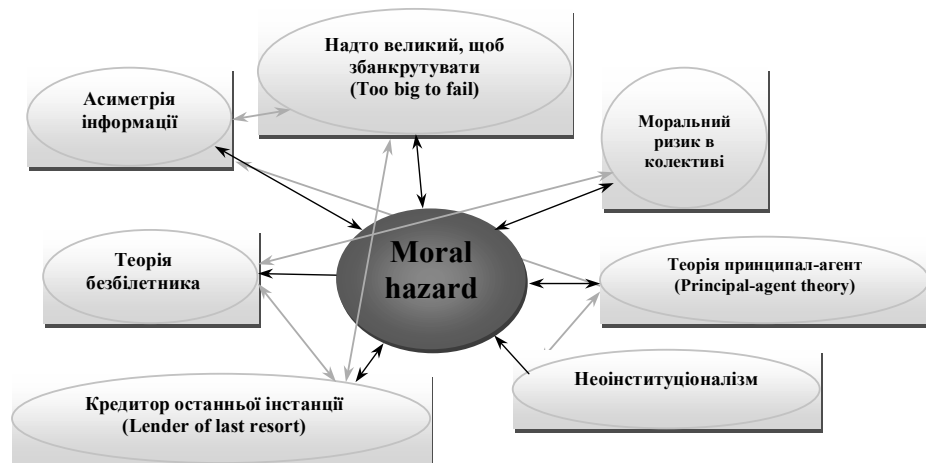


Рис. 1. Дендрограма moral hazard

Джерело: складено на основі економічного словника Gabler Wirtschaftslexikon

Moral hazard у період економічних криз окремих держав або великих компаній (Too big to fail) виступає вимушеним процесом, при якому міжнародні організації і великі індустріальні та пост-індустріальні країни зобов'язані допомогти кредитами, для того, щоб борги підприємств, корпорацій чи виконавчої влади разом з інституційним апаратом окремої країни не викликали дефолту національної економіки чи навіть економіки певного регіону, що в свою чергу уможливорює високоризиковану поведінку великих економічних контрагентів та урядів країн.

Аналіз складових дендрограми «moral hazard»

Принцип «Too big to fail» передбачає, що підприємства, а також інші інституції, такі як: держави чи міста певної величини, завдяки своєму розміру де-факто захищені від перетворення у неплатоспроможних суб'єктів світового господарства. Вони виступають системоутворюючими елементами економічної архітектури і в першу чергу будуть збережені через втручання держави або міжнародних організацій у випадку кризи, щоб не поставити під загрозу всю державну чи міжнародну економіку, або навіть цілу світову економічну систему. Це особливо актуально для банківського сектору, але є також релевантним для великих промислових компаній.

Моральний ризик у колективі виникає, коли опосередковано розглянути діяльність команди працівників. Продуктивність групи напряму пов'язана з поділом праці та спеціалізацією кожного

її члена. Оскільки кожен член групи, перебуваючи в колективі, виступає його складовою ланкою в загальному процесі створення трудового ланцюга вартості, тому для злагодженої роботи потрібен контроль і керівник для елімінування принципу безбілетника. Індивідуальний внесок кожного працівника не можна відділити від загальної продуктивності команди, тому що вони утворюють результат як єдине ціле, яке може бути виражене у формі доходу. Так, лише перемога всієї команди приносить користь окремому індивіду через розподіл отриманих вигод, однак це лише частина від загального, в той час як витрати часу, індивідуальна корисність для команди, працездатність, працевіддача та прикладені зусилля понесе кожний учасник окремо і вони є одиничними, а, отже, і різними на протигагу отриманим вигодам. Усе це створює стимул для зниження в односторонньому порядку зацікавленості в командних результатах, з метою перекласти частину своїх обов'язків на колектив. Рано чи пізно це починають усвідомлювати всі учасники колективу і зумовлюють ланцюгову реакцію по зниженню продуктивності та результативності цілої команди.

Моральний ризик у колективі можна змодельовати за допомогою теорії ігор і розглянути на спрощеному прикладі прийняття рішення в групі з двох людей. До уваги приймається важлива гіпотеза, що кожен член колективу незалежно приймає рішення щодо виконання покладених на нього обов'язків і виконує їх із певним рівнем продуктивності, таким чином максимізуючи свою корисність. Існують також лише два варіанти: «працювати» або «ухилитися» від виконання службових обов'язків, що дозволяє представити результати взаємодії працівників у таблиці-матриці.

Таблиця 1

**МАТРИЦЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ВЗАЄМОДІЇ
ПРАЦІВНИКІВ У КОЛЕКТИВІ**

		Працівник 2	
		Працювати	Ухилитись
Працівник 1	Працювати	4 4	-3 5
	Ухилитись	5 - 3	0 0




















Результати табл. 1 підтверджують, що рівновага встановлюється або коли двоє працюють (4, 4), або коли ухиляються (0, 0). В основі проблеми морального ризику в колективі лежить бажання ухилитися від роботи, що є вигідним коли інший працівник працює, але другий, вирішивши ухилитися, призведе до нульової ре-

зультативності. Неморальна поведінка, яка спричинила низький рівень ефективності, виступає moral hazard.

Яскравим прикладом морального ризику в колективі на міжнародному рівні є Європейський Союз, оскільки створений 7 червня 2010 року Європейський фонд фінансової стабільності для боротьби з європейською борговою кризою функціонує на основі пропорційності (табл. 2, макс. Німеччина 27,13 %, мін. Мальта 0,009 %) між країнами-членами Єврозони.

Таблиця 2

**СТРУКТУРА УЧАСТІ КРАЇН-ЧЛЕНІВ ЄВС У ЄВРОПЕЙСЬКОМУ
ФОНДІ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ [20]**

Країна	Початкові внески			Збільшені внески	
	Гарантійні зобов'язання, млн Є	Частка, %	Є на людину	Гарантійні зобов'язання, млн Є	Частка, %
 Австрія	€12,241.43	2.78	€1,464.86	€21,639.19	2.7750
 Бельгія	€15,292.18	3.48	€1,423.71	€27,031.99	3.4666
 Греція	€12,387.70	2.82	€1,099.90	€21,897.74	2.8082
 Естонія				€1,994.86	0.2558
 Ірландія	€7,002.40	1.59	€1,549.97	€12,378.15	1.5874
 Іспанія	€52,352.51	11.90	€1,141.75	€92,543.56	11.8679
 Італія	€78,784.72	17.91	€1,311.10	€139,267.81	17.8598
 Кіпр	€863.09	0.20	€1,076.68	€1,525.68	0.1957
 Люксембург	€1,101.39	0.25	€2,239.95	€1,946.94	0.2497
 Мальта	€398.44	0.09	€965.65	€704.33	0.0903
 Нідерланди	€25,143.58	5.71	€1,525.60	€44,446.32	5.6998 %
 Німеччина	€119,390.07	27.13	€1,454.87	€211,045.90	27.0647
 Португалія	€11,035.38	2.51	€1,037.96	€19,507.26	2.5016
 Словаччина	€4,371.54	0.99	€807.89	€7,727.57	0.9910
 Словенія	€2,072.92	0.47	€1,009.51	€3,664.30	0.4699
 Фінляндія	€7,905.20	1.80	€1,484.51	€13,974.03	1.7920
 Франція	€89,657.45	20.38%	€1,398.60	€158,487.53	20.3246
 Єврозона 16 без Естонії	€440,000.00	100%	€1,339.02		
 Єврозона 17 з Естонією				€779,783.14	100%

На тлі виступів антиглобалістів і противників Європейського Союзу та ЄВС зокрема, опортунізм країн-членів проявлятиметься все частіше. Підтвердженням є заява президента Франції Ніколя Саркозі, що рішення про прийняття Греції у зону євро було помилковим, а також судовий процес у Німеччині про фінансування Єврозони та надання фінансової допомоги країнам PIGS – Португалія, Ірландія, Греція, Іспанія грошима німецьких платників податків¹.

Необхідно зазначити, що проблема moral hazard у Principal-agent theory має подібне вираження. Принципал на протипагу агенту володіє достатньою інформацією про стан його ділового середовища лише на момент підписання договору. Агент з метою уникнення санкцій, або отримання вигідніших умов у майбутньому буде подавати свідомо неправдиві дані принципалу, тому з'являється ex post² асиметрія інформації, як наслідок прагнення максимізації користі агента.



Рис. 2. Схема взаємодії принципал-агент³

Слід відзначити той факт, що проблема взаємодії принципала та агента знайшла своє відображення у приховуванні показників дефіциту бюджету Греції, який перевищив допустимий ліміт Єврозони у 3–4 рази⁴.

Неоінституціоналізм або нова інституціональна економіка в сфері моральних ризиків ґрунтується на гіпотезі, що високий рівень постійних витрат по збору, підготовці та передачі інформації та потреба створення чи розширення інститутів здійснення проце-

¹ Німецький суд підтримав фінансування єврозони [Електронний ресурс] — Доступний з: http://www.bbc.co.uk/ukrainian/business/2011/09/110907_germany_court_er.shtml

² Ex post (з латинської «після») означення оцінки процесу чи явища після його розгляду чи настання.

³ Finance Portal von TU Dresden [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://finance.wiwi.tu-dresden.de/Wiki-fi/index.php/Prinzipal-Agent>

⁴ Європейський Титанік / Портал про фінанси та гроші / від 26.05.2011 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2011/05/26/239667>

су управління кредитами зі сторони фінансових організацій за країнами-реципієнтами спричиняє неповний контроль останніх.

Кредитор останньої інстанції це інституція, яка за власним бажанням або на рівні законодавчого імперативу має бути гарантом боргових зобов'язань позичальника. На національному рівні ці функції виконують центральні банки окремих країн, у свою чергу на наднаціональному — Міжнародний валютний фонд. Мета — уникнення або зменшення рівня неплатоспроможності позичальника. Можна безпомилково стверджувати, що наслідком такої фінансової доктрини виступає *moral hazard*, оскільки ризик неплатоспроможності окремих учасників ринку перекладається у випадку настання і розподіляється між усіма учасниками фінансового фонду або на національному рівні, в кінцевому результаті, — лягає на плечі платників податків.

Принцип безбілетника — економічний ефект, феномен, виникає внаслідок поведінки споживача суспільних благ, який прагне уникнути за них оплати. Проявляється, коли індивід свідомо не платить, але все-таки очікує отримати вигоду від їхнього споживання. Прикладом проблеми безбілетника є процес ухилення від сплати податків, які розподіляються в бюджеті для забезпечення суспільних потреб. У міжнародному аспекті відображає прагнення країн користуватися допомогою економічних організацій, при цьому сплачуючи незначні внески або взагалі не перераховувати свою частку до загального фонду, що негативно впливає на їхню ліквідність.

Окремої уваги заслуговує висвітлення поняття асиметрії інформації, адже це явище корелює з багатьма складовими *moral hazard*. Асиметрія інформації є предметом дослідження інформаційної економіки, а також економічного аналізу, які поділяють її на такі два основні види:

1) «*ex ante*» — асиметрія інформації наявна ще до підписання договору, виражена рядом прихованих характеристик і властивостей об'єкту договору;

2) «*ex post*» — асиметрія інформації — постдоговірна, форми прояву: приховані дії чи інформація щодо об'єкту договору чи його стану.

Міжнародні фінансові організації, як правило, надають кредити під низькі відсотки, та на довгостроковий період, однак часто вимагають не грошової застави, а проведення реформ, структурних змін економіки та демократизації політичних режимів. Як показує практика, не тільки в Україні, але також уряди інших країн-позичальників розподіляють кошти на короткострокові цілі з метою отримання політичних дивідендів, що є проявом *ex ante* та *ex post* асиметрії інформації. У 2011 році Україна згідно з

умовами програми співробітництва з МВФ stand-by мала отримати чотири квартальні транші на загальну суму понад 6 млрд дол. США, проте невиконання основних умов підписаного меморандуму — підвищення ціни на газ для населення з метою ліквідації дефіциту бюджету державної холдингової компанії «Нафтогаз», змусило керівництво фонду призупинити кредитування вітчизняної економіки. Однак, як показують статистичні дані, валовий зовнішній борг у 2011 році все-таки виріс більше ніж на 6 млрд дол. США (рис. 4), що свідчить про позики від інших фінансово-кредитних інститутів на гірших умовах (зростання частки короткострокового боргу)^{1, 2}.

Взаємозв'язок moral hazard і зростання міжнародної заборгованості підтверджує боргова крива відомого американського економіста Артура Лаффера. Вона показує, що після досягнення певного порогового значення рівня зовнішнього боргу так званої нульової вірогідності дефолту, виплати по ньому починають уповільнювати приріст і в певному часовому інтервалі зменшуватися в той час, як зовнішній борг продовжує акумулюватися.

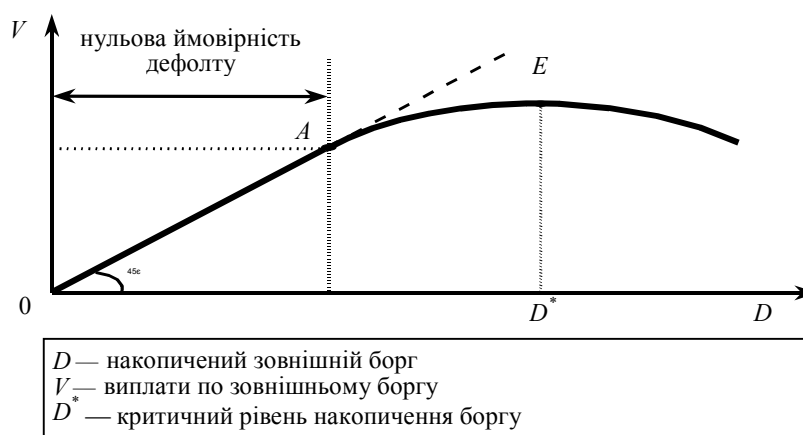


Рис. 3. Боргова крива Артура Лаффера³

Таким чином, після подолання межі нульової ймовірності дефолту та критичного рівня в точці E зовнішній борг усе-таки зро-

¹ Транш МВФ Україна не отримає / Інформаційна платформа «Ділова Україна» / від 03.11.2011 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://project.ukrinform.ua/news/32807/>

² Коли Україна отримає третій транш від МВФ // Обозреватель // [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://ukr.obozrevatel.com/news/koli-ukraina-otrimae-tretij-transh-vid-mvf.htm>

³ Туманов А.А. «Моделирование процессов выплат по внешнему долгу (на примере России)» [Електронний ресурс] — Доступний з: www.mmaetst.narod.ru/archieve/tumanov051013.doc

стає, а це в свою чергу означає, що кредитні організації не отримують виплат не лише за процентами заборгованості, але й не проводять жодних заходів щодо обслуговування боргу, що є прикладом moral hazard. Держави повинні погашати надані їм кредити, але вони є позичальниками, які є суверенними суб'єктами міжнародного економічного права, а, отже, — незалежними, тому механізми примусового стягнення боргу практично відсутні. Маргінальним засобом впливу виступає політична конфронтація у формі ембарго, конфіскації закордонної власності чи інших активів у будь-якому виді, що не заборонено міжнародними конвенціями та багатосторонніми угодами.

Боргова крива Лаффера — це крива, яка показує оптимальний рівень заборгованості, який дозволяє країні-боржнику підтримувати достатні для кредиторів боргові платежі. Якщо розмір боргу стає занадто великим, то країна може припинити боргові виплати та оголосити дефолт, від чого постраждає і країна-кредитор. Тому, з точки зору кредиторів, доцільніше підтримувати платоспроможність боржника на оптимальному рівні за допомогою різних заходів¹.



Рис. 4. Динаміка валового зовнішнього боргу та короткострокового боргу України в 2004–2011 рр.

Джерело: складено автором на основі даних НБУ²

¹ Сахаров В.С., Будкін В., Єрохін С. Міжнародна економіка Навчальний посібник. — К.: Національна академія управління, 2008. — 432 с. — С. 188–193.

² Інформаційні матеріали сайту Національного банку України. [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63734> ; <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63738>

«Moral hazard» у зростанні зовнішньої заборгованості України

Відбулося різке зростання майже у 4 рази валового зовнішнього боргу України протягом 2004–2011 років, який на 01.07.2011 р. становив 123 378 млн дол. США. З них 53 522 млн дол. США це — короткостроковий борг за залишковим терміном погашення в наступні дванадцять місяців, що в свою чергу свідчить про борговий характер вітчизняної економіки. Хоча частка короткострокового боргу в загальному складає лише 43,4 % (на 01.07.2011 р.), що не є найвищим показником у даній вибірці (максимальне значення 52,4 % у 2005 році), але викликає занепокоєння той факт, що золотовалютні резерви Національного банку України становили на грудень 2011 року лише 32,4 млрд дол. США¹, що посилює негативні раціональні очікування населення щодо девальвації національної грошової одиниці — гривні, а тому і зростання доларизаційних процесів в економіці.

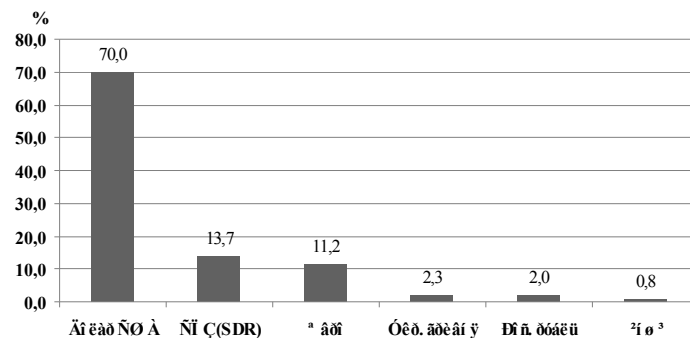


Рис. 5. Валютна структура зовнішнього боргу станом на 01.07.11 р., %

Джерело: складено автором на основі даних НБУ²

У валютній структурі зовнішнього боргу України переважає долар США з часткою 70 %, що свідчить про незначну диверсифікацію запозичень, а також про залежність від курсових коливань пари USD/UAH. Доларизація економіки підсилюється додатковим попитом держави на валюту, яка необхідна для обслуговування боргових зобов'язань.

¹ Українці спустошують валютні резерви НБУ // інформаційний сайт // [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://karpatnews.in.ua/news/34370>

² Інформаційні матеріали сайту Національного банку України. [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63734> ; <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63738>

У випадку девальвації, ризик настання якої пришвидшує та підсилює заміщення валюти і активів, спостерігається подорожчання обслуговування зовнішнього боргу, знецінення національної валюти, зростання загальної суми боргових зобов'язань, таким чином — дестабілізація економічної ситуації та посилення боргового навантаження через потребу додаткового залучення кредитних ресурсів.

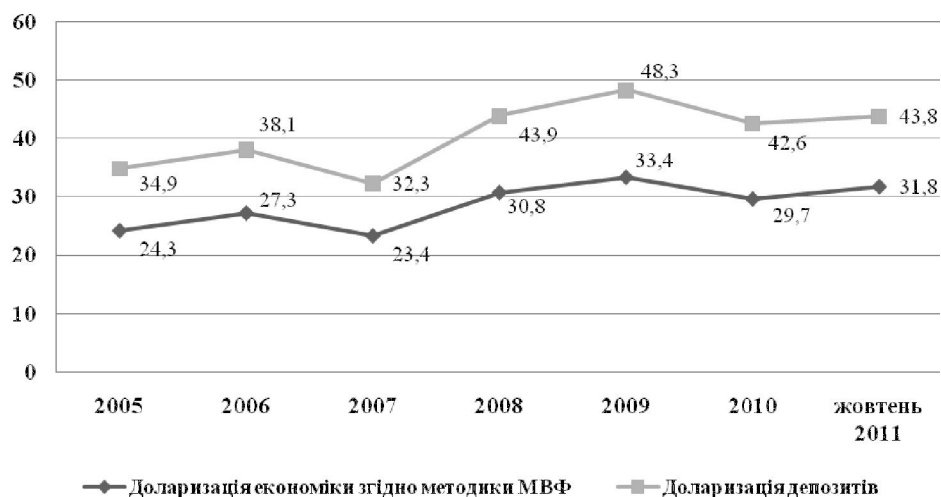


Рис. 6. Доларизація економіки України 2005–2011 рр., %

Джерело: складено автором на основі даних НБУ¹

Показниками рівня доларизації або валютного заміщення виступають частка валютних депозитів у сукупному обсязі банківських депозитів — 43,8 %, а також згідно методики МВФ — відношення обсягу інвалютних депозитів до грошового агрегату М2, який для України становить 31,8 % і характеризує вітчизняну економіку як високодоларизовану, оскільки ступінь доларизації становить понад 30 %. Крім того, чим вищий рівень доларизації економіки, тим швидше економіка країни переходить від нульової ймовірності дефолту на кривій Лаффера до критичного рівня накопичення боргу та достовірності його настання.

Результати досліджень доктора економіки, президента одного з найбільших банків Аргентини Banco Ciudad de Buenos Aires Федеріко Штурценгера підтверджують, що дефолт країни, як правило, є результатом ряду політичних рішень, які в результаті спри-

¹ Інформаційні матеріали сайту Національного банку України. [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63734> ; <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63738>

чинили проблеми в економіці. Політичні лідери часто керуються не економічними моделями і економічною доцільністю, а власними інтересами та інтересами фінансових кіл, які їх підтримують. Штурценгер зробив висновки на основі вивчення часових рядів динаміки платоспроможності таких країн, як Аргентина, Еквадор, Пакистан, Росія та Україна^{1 2}.

Таблиця 2

**ДИНАМІКА КРЕДИТНИХ РЕЙТИНГІВ УКРАЇНИ (БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ)
станом на 21 липня 2011 року³**

Рейтингове агентство	Рейтинг боргових зобов'язань в іноземній валюті		Рейтинг боргових зобов'язань у національній валюті		Прогноз	Дата присвоєння / підтвердження рейтингу
	Довгострокові	Короткострокові	Довгострокові	Короткострокові		
«Fitch Ratings» (Fitch)	B	B	B	—	Позитивний	21 липня 2011 р. — переглянуто прогноз
«Standard and Poor's» (S&P)	B+	B	BB-	B	Стабільний	29 липня 2010 р. — переглянуто прогноз і підвищено рейтинги
«Rating and Investment Information, Inc.» (R&I)	B+	—	—	—	Стабільний	31 березня 2011р. — підтверджено прогноз і рейтинг
«Moody's Investors Service» (Moody's)	B2	—	B2	—	Стабільний	11 жовтня 2010 р. — переглянуто прогноз

Світові рейтингові агентства Fitch Ratings (Fitch), Standard and Poor's (S&P), Rating and Investment Information, Inc. (R&I), Moody's Investors Service (Moody's) підтверджують стабільний прогноз виконання Україною взятих на себе боргових зобов'язань, але враховуючи зростаючий рівень доларизації вико-

¹Sturzenegger, Federico. Default Episodes in the 90s: Fact book and Preliminary Lessons., Business School, Universidad Torcuato Di Tella, 2002.

²Sturzenegger, Federico. Toolkit for the Analysis of Debt Problems., Documento de Trabajo 12/2002, Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella, 2002.

³Міністерство фінансів України/Динаміка кредитних рейтингів України / [Електронний ресурс]—Доступний з:http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=299315&cat_id=61736

нання останніх буде утрудненим, наслідком чого в середньостроковому періоді може стати боргова криза.

Ризики невиклати боргових зобов'язань міжнародним фінансовим організаціям і внутрішнім кредиторам в Україні досить високі, адже коли Російська Федерація у 1998 році оголосила дефолт, то в нашій країні він пройшов майже без розголосу. У вересні 1998 сума боргу становила 1,422 млрд дол. США, однак обмеження доступу до міжнародних кредитних ринків, велика частка короткострокових облігацій внутрішньодержавної позики і настання виплат за минулими ОВДП, погане виконання наповнюваності бюджету спричинили проблеми з обслуговування та виплати боргу. Хоча сума була не великою, проте Національний банк добровільно-примусово, використовуючи інструменти грошово-кредитного регулювання і, таким чином, впливаючи на українські комерційні банки, пролонгував виплати по внутрішньому боргу та узгодив політику реструктуризації суверенного боргу в пункті строків виплат з іноземними кредиторами, а такий стан фактично можна вважати — технічним дефолтом. Нова хвиля неплатоспроможності сколихнула країну у січні 2000 року, оскільки основні виплати попередніх сум були сконцентровані на цей період, і закінчилась розподілом акумульованих зобов'язань на дві довгострокові схеми загальною тривалістю 7 років і відповідно 10 % і 11 % кредитними ставками. Макроекономічні наслідки: майже 100 % девальвація гривні, втеча нерезидентів з ринку державних цінних паперів та з українського ринку капіталів загалом, індекс інфляції становим майже 20 % у 1998, 1999 роках, а у 2000 році сягнув відмітки у 25,8 %, реальні доходи населення за перший рік кризи скоротилися на третину.

У 2008 році курс української гривні знизився з липня по грудень на 45 %. Світова фінансова криза боляче вдарила по ринках збуту української сталі і спричинила брак готівкової валюти на внутрішньому ринку, та проблеми з обслуговуванням 105 млрд дол. США корпоративного і державного боргу, перемістилась у світовому рейтингу на четверте місце за кредитним ризиком. Однак, криза ще не закінчилась і погіршення макроекономічних показників спостерігається у різних галузях до сьогодні¹.

Загальна сума державного та гарантованого державного зовнішнього боргу, згідно даних Міністерства фінансів України станом на 31.10.2011 року, становить 39,98 млрд доларів США з яких 9,250 млрд спеціальні права запозичення — 14,314 млрд дол.

¹ *Cochrane L., O'Brien E. Hryvnia Pares Loss as Ukraine Calls Dollar Rate 'Unacceptable' // Bloomberg // December 18, 2008 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=asLqjDhZ5ZYk>*

США (1 SDR = 1,547420 U. S. Dollar на 30.01.2012), або 674,2 % квоти України в МВФ і 35,8 % від суми зовнішнього боргу.

Критика фінансової допомоги від Міжнародного валютного фонду ґрунтується на припущенні, що кредити країні, яка постраждала від кризи, служать квазі страхуванням і можуть спричинити ризиковану поведінку останньої. Як наслідок, виникнення структурних дисбалансів на міжнародному ринку капіталів. На перший погляд кредитори надають у борг більше грошей, а боржники позичають, однак, з іншої точки зору та абстрагуючись від конкретики, вони все-таки фінансують неефективну політику позичальника і таким чином дестабілізують міжнародну фінансову систему.

Часто-густо moral hazard досліджують на основі договірної теорії, як результат взаємодії та асиметрії інформації у двосторонньому порядку, однак, як показує практика, моделювання тристоронніх ризиків більшою мірою відповідає фінансовій дійсності. Так, Барбара Добелі економіст Національного банку Швейцарії та професор Цюріхського університету Паоло Ваніні вводять до аналізу крім уряду та МВФ — міжнародні банки. Moral hazard виникає тоді, коли транші стенд-бай МФВ спричиняють надмірний обсяг кредитування економіки іншими інституційними органами та в реальному фінансовому середовищі протікає в два етапи. При виникненні проблем з платоспроможністю МВФ переказує країні позику і боржник сам розпоряджається кредитними грошима. Отже, по-перше, може їх направити на обслуговування боргових зобов'язань: погашення заборгованості перед іншими кредиторами в тому числі внутрішніми по облігаціях внутрідержавної позики виражених як в іноземній, так і національній валюті. По-друге, боржник може використати їх на власний розсуд для внутрішніх економічних цілей. Можливими є також комбінації цих варіантів, як третій сценарій дій. Кожний позичальник діятиме раціонально максимізуючи власну корисність, але поведінка його змінюватиметься відносно обсягів надходження кредитних траншів, тобто змінюватиметься його ординалістська корисність. Поведінка боржника кардинально відрізняється від поведінки позичальника при наданні кредитів МВФ. Таким чином, існують три можливих сценарії поведінки, які знайшли своє відображення також у робочих документах МВФ, — moral hazard зі сторони дебіторів, moral hazard кредиторів, moral hazard дебіторів і кредиторів. Тим не менш, що Україна не отримала в повному обсязі заплановані суми кредитів стенд-бай, а це є однією з вихідних умов в роботі Б. Добелі та П. Ваніні «Moral hazard у зв'язку з МВФ» щодо наявності морального ризику, оскільки позичальнику потрібні гроші і він згідний на будь-які умови для отриман-

ня кредиту в повному обсязі, і лише після отримання повної суми починає проявлятися його біхевіоризм. Однак, на нашу думку, саме тому не було проведено фінансування в повному обсязі, що Кабінет міністрів України проводив власну політику витрат незважаючи на рекомендації та вимоги МВФ (табл. 3).

Таблиця 3

КРЕДИТНА ІСТОРІЯ СПІВПРАЦІ УКРАЇНИ ТА МВФ 1995–2012 рр.¹

	Дата угоди	Дата закінчення угоди	Обсяг угоди	Обсяг наданого кредиту	Обсяг кредиту до погашення
Кредит стенд-бай	28.07.2010	27.12.2012	10,000,000	2,250,000	2,250,000
Кредит стенд-бай	05.11.2008	27.07.2010	11,000,000	7,000,000	7,000,000
Кредит стенд-бай	29.03.2004	28.03.2005	411,600	0	0
Програма розширеного кредитування	04.09.1998	03.09.2002	1,919,950	1,193,000	0
Кредит стенд-бай	25.07.1997	24.08.1998	398,920	181,328	0
Кредит стенд-бай	10.05.1996	23.05.1997	598,200	598,200	0
Кредит стенд-бай	07.04.1995	06.04.1996	997,300	538,650	0
Сума			25,325,970	11,761,178	9,250,000

Білатеральна асиметрія інформації в кредитних відносинах між банком і урядом уможливорює діяльність останнього по досягненні своїх власних інтересів. Що в свою чергу провокує конфлікт між ними, предметом якого є проведення ефективної політики, адже банк прагне повернути свої кошти назад, тому з економічних міркувань змушує уряд до активних дій з обмеження видатків. Цей конфлікт є звичним явищем при договірних відносинах принципала та агента і розглядається, як *moral hazard*. Знаючи про можливі моральні ризики, банк пропонує уряду більший кредит при нормальних умовах, ніж в умовах фінансової кризи.

Moral hazard з боку дебіторів підсилює стандартний конфлікт інтересів. Уряд проводить не результативну політику не лише через спад в економіці, але й тому, що може розраховувати на фінансову допомогу МВФ. Зростання суперечностей в цілях учасників моделі та спричиняє різницю між двома наданими кредитами в парах банк–уряд, МВФ–уряд, а також змушує уряд діяти все-таки в інтересах банку. Схема співпраці розробляється банком і надається уряду для розгляду і перевірки власних

¹ International Monetary Fund. History of Lending Arrangements from May 01, 1984 to January 31, 2012 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=993&date1key=2012-01-31>

можливостей погашення позики в майбутньому. З погляду уряду очікувана корисність цих двох взаємопов'язаних кредитів має вагоме значення. Зокрема, уряд порівнює ціну кредитів з можливими альтернативними, що у науковій літературі визначається як резерв корисності кредиту¹, тобто позичальник акцептуючи кредитний договір очікує, що його вигоди від позики повинні перевищувати очікувані видатки. Тому, щоб уряд погодився на умови банку очікувана корисність повинна бути рівна мінімальному рівню резервної корисності кредиту, та при білатеральному конфлікті, коли очікувана корисність точно дорівнює резервній корисності кредиту, банк надає уряду ні більше, ні менше, але необхідну і точно визначену суму кредиту. При загостренні конфронтації цілей між банком та урядом очікувана корисність від кредиту є меншою за резервну корисність. Таким чином, банк при загостренні конфліктної ситуації готовий виконувати обов'язки своєї сторони з кредитування, але для уряду кредитний договір став економічно непривабливим. Отже, у випадку *moral hazard* зі сторони дебіторів виникають труднощі з укладення кредитного договору.

Україна в кінці 2009 року залучила кредит в розмірі 2 млрд дол. США російського банку ВТБ з піврічним терміном та можливістю пролонгації ще на 3 шестимісячних строки, однак в листопаді 2011 у зв'язку з зростанням дефіциту поточного рахунку платіжного балансу України в третьому кварталі до 2,6 млрд дол. США в порівнянні з минулим роком і зменшенням ліквідності державних цінних паперів, Кабінет міністрів домовився про переоформлення кредиту у довгостроковий з покриттям вираженими в облігаціях уряду. Міжнародна інформаційна фінансова агенція Bloomberg передає, що угода може бути збільшена до 6 млрд дол. США та збільшенням процентної ставки. Ймовірно, угода з ВТБ буде частиною комплексної угоди з Російською Федерацією, яка включатиме постачання природного газу та торгівлю послугами і товарами².

Moral hazard дебіторів і кредиторів характеризується зміною поведінки не лише уряду, але й банку. Адже останній має прямі важелі впливу — визначає суму кредиту та процентну ставку. Зокрема, зміна поведінки уряду спричиняє загострення конфлікту кредитних відносин у парі банк—уряд. Тому банк додатково збільшує кредитні вимоги для покриття своїх ризиків у випадку з

¹ Резерв корисності кредиту є аналогом вигоди, яку максимально може отримати позичальник, при порівнянні проценту по ньому, строків виплат та величини кредиту. Іншими словами якщо фактична вартість кредиту нижча за його економічний ефект, то виникає рента позичальника. Тому резерв корисності є певним пороговим значенням, яке задається екзогенними показниками.

² *Choursina K.* Ukraine Seeks to Enlarge VTB Bank Loan to \$6 Billion, ICU Says // Bloomberg // — Nov 3, 2011 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-03/ukraine-seeks-to-enlarge-vtb-bank-loan-to-6-billion-icu-says.html>

недобросовісним позичальником, або іншими словами, зменшення стимулів усунення конфлікту, — покриваються за рахунок зростання платежів по кредиту. Однак двосторонній *moral hazard* і погіршення кредитних умов через загострення конфлікту не стоять на перешкоді підписання договору позики.

Moral hazard кредиторів впливає з діяльності та поведінки банків по відношенню до позичальників. Кредитним відносинам банку і уряду притаманний також стандартний конфлікт: банк хоче отримати найбільші відсотки, а уряд прагне досягти рівня резервної корисності. Флуктуативні зміни поведінки банку є наслідком кредитної допомоги уряду від МВФ, який зменшує прагнення сторін досягти компромісу для врегулювання конфліктної ситуації, та дестабілізує відносини між банком та урядом. Для оцінки рівня викривлень і деструктуризації міжнародного кредитного ринку через позики МВФ потрібно оцінювати роль та значення кожного траншу зокрема. Тому саме банк мусить бути одержувачем допомоги від фонду, щоб знівелювати деформації кредитних потоків і встановити рівновагу на ринку капіталів.

Банк може отримати фінансову допомогу МВФ у повному обсязі, однак достатньо, навіть, коли частина траншу надійде на рахунок банку, а друга частина надійде уряду. Якщо банк є єдиним одержувачем грошей, то викривлення системи міжнародних кредитних потоків буде більше, ніж при поділі суми між банком і урядом. Гіпотеза про важливість банку у деформації кредитного ринку ґрунтується на тому, що тільки у випадках з *moral hazard* кредиторів і *moral hazard* кредиторів і дебіторів кредитний договір потребує додаткової оцінки виконання угоди.

Україна повинна у 2012 році виплатити тільки МВФ 2435600 SDR або 3,8 млрд доларів, однак прогнози щодо платоспроможності вітчизняної економіки залишають бажати кращого. Так, згідно даних нью-йоркської агенції Bloomberg, українські урядовці прагнуть не виконати умови МВФ для отримання наступного траншу, а намагаються домовитися про зниження ціни російського природного газу. Ризик дефолту вітчизняної економіки за останні два роки перевищив аналогічний показник Аргентини, тому платоспроможність України з необхідністю погасити 11,9 млрд доларів зовнішніх боргів викликає скептичні оцінки експертів. Адаже по зростанню ризику ймовірності настання дефолту за останні 6 місяців Україну випереджає тільки Греція.

Скептичні прогнози аналітиків ґрунтуються на даних про дефіцит платіжного балансу, обмеження кредитних ресурсів на світових ринках капіталу та сповільнення темпів економічного зростання України, але основним є політичний фактор — відмова від

підвищення тарифів на природній газ для населення країни, що є основною умовою розмороження кредитування МВФ.

Вартість страхування українського державного боргу, що виражається вартістю кредитно-дефолтних свопів (credit default swaps, CDS) для України тривалістю до 5 років виросла з 254 до 780 базисних пунктів за останні шість місяців за даними СМА, яка належить до CME Group Inc. Базисний пункт становить 0,01 %, а тому для України вартість кредитно-дефолтних свопів становить 7,8 %. Вартість кредитно-дефолтних свопів це не що інше, як вартість страхування ризику, який оплачує інвестор, як страховий платіж третій стороні для гарантування повернення боргу українського уряду, у випадку, якщо Міністерство фінансів не зможе обслуговувати свої зобов'язання по цінних паперах.

Економічне зростання, за прогнозами уряду, у 2012 році скоротиться до 3,9 % порівняно з 5 у попередньому. Не в останню чергу через негативну кон'юнктуру ринку сталі на ринках Євро-регіону та через аномально холодну погоду в зимовий період, що негативно вплине на валові збори зернових та урожай ряду інших сільськогосподарських культур.

Незважаючи на незначне зниження курсу гривні з 7,9550 до 8,0138 за долар США протягом 2011 року, золотовалютні резерви зменшились в абсолютному вимірі на 3,3 млрд доларів і на кінець 2011 становили 31,8 млрд доларів в основному через зростання тиску на гривню, адже дефіцит поточного рахунку зріс з 2,2 % до 5,5 % валового внутрішнього продукту на початку 2012 року.

Різне зростання середів прибутковості єврооблігацій уряду з датою погашення у 2016 році, процент по яких зріс до 8,587 % порівняно з 6,265 % на червень минулого року, відображає загострення проблеми та потреби надходження інвалюти для погашення кредитних зобов'язань України деномінованих в основному в доларах США¹.

За оцінками Національного банку України на руках у населення знаходиться близько 450 млрд грн у доларовому еквіваленті, тому якщо не вдасться їх залучити через фондовий ринок не виключення генерування інфляційного податку через зменшення доходу населення, коли споживання знаходиться в короткотерміновому періоді на сталому рівні та ефект храповика в довгостроковому, — економічні агенти будуть змушені витратити доларові заощадження на основні потреби і таким чином перерозподілятися в дохід бюджету за умов пришвидшення темпів інфляції. Навіть високий процент по держоблігаціях у розмірі

¹ Krasnolutska D. Ukraine Fans Default Risk in Russia Bet as Vote Molds Policy // Bloomberg // — Feb 22, 2012 2011 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bloomberg.com/news/2012-02-21/ukraine-fans-default-risk-in-russia-gas-bet-as-vote-molds-policy.html>

9,5 % у валюті, на протипагу банкам, які пропонують у середньому 5–7 %, на нашу думку, не викличе інвестиційного буму населення.

Не прогнозованість української економіки, а, отже, і моральний ризик відслідковується із чисельності діаметрально протилежних заяв урядовців про необхідність кредитів Міжнародного валютного фонду в короткому часовому лазі, що змушує інвесторів страхувати та перестраховувати свої ризики.

Згідно рекомендацій МВФ перехід до гнучкого обмінного курсу мав стати основою зменшення волатильності валютного курсу та стабільної грошово-кредитної політики, але імплементація та реалізація цієї програми в українських реаліях означала би девальвацію гривні. Впродовж кількох років поспіль МВФ рекомендував Україні перехід від прив'язки до більш гнучкого утворення валютного курсу, що покращило б контроль інфляційних збурень, швидкість адаптації до зовнішніх шоків, а також зменшення рівня доларизації економіки та зменшенню ризиків незастрахованих позичальників. У той час як суттєва технічна допомога була надана, слабка політична воля української влади до початку кризи у 2008 році не принесла великого позитивного результату, тому офіційний курс гривні знецінився¹.

Моральний ризик являє собою концепцію перспективного характеру: коли на фінансових ринках присутній моральний ризик, позичальники і кредитори беруть на себе ризики в даний момент, виходячи з того, що вони очікують отримати підтримку в майбутньому, якщо відбудуться певні небажані події.

У випадку фінансування МВФ сума «страхової допомоги» являє собою не розмір кредиту, а різницю між ставкою, за якою країна в іншому випадку могла б залучити позикові кошти (ця ставка може бути дуже високою в період кризи), і позичковою ставкою МВФ (яка прив'язана до ринкових процентних ставок у промислово розвинених країнах)².

Недодають оптимізму котирування річних форвардних контрактів (NDF), виражених у гривні на позабіржовому ринку в Лондоні, а тому сплеск інфляційних очікувань знайшов своє відображення у девальвації курсу гривні по NDF до 9,3 за долар із майбутньою поставкою валюти в середині лютого 2013 року. За нормальних умов відхилення між курсом долара за NDF і курсом на міжбанківському валютному ринку становить до 10 %, залежно

¹ International Monetary Fund. Ukraine: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-By Arrangement. IMF Country Report No. 11/325 July 6, 2011 November 11, 2011 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11325.pdf>

² Cochrane L., O'Brien E. Hryvnia Pares Loss as Ukraine Calls Dollar Rate 'Unacceptable' // Bloomberg // December 18, 2008 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=asLqjDhZ5ZYk>

від ревальваційних чи девальваційних очікувань. Отже, українські імпортери передбачаючи значне коливання курсу вимушені хеджувати власні валютні ризики та купувати форвардні контракти, але це можуть дозволити лише великі підприємства. Для малого і середнього бізнесу такі фінансові інструменти, на жаль, недоступні. Національний банк заборонив торгівлю ф'ючерсами і форвардами на внутрішніх торговельних майданчиках, адже вони великою мірою будуть формувати курсові очікування населення.

Висновки

У статті здійснено детермінаційний аналіз поняття «moral hazard», з'ясовано важливі теоретичні аспекти механізму виникнення та поширення ризику опортунізму або недобросовісності. Також досліджено та підтверджено взаємозв'язок moral hazard і зростання зовнішньої заборгованості України в умовах доларизації економіки.

Дослідження засвідчило, що зі зростанням доларизації економіки України зростають ризики неплатоспроможності — невиконання боргових зобов'язань, оскільки проходить заміщення валют, а тому надлишковий попит на валюту, хронічне негативне сальдо платіжного та торгового балансу, за винятком короткострокових періодів, посилюють негативні девальваційні очікування населення та брак довіри до дій уряду та до національної грошової одиниці, що відповідно обмежує механізми державного регулювання економіки та залучення коштів для обслуговування, погашення боргу і може стати причиною боргової кризи.

На нашу думку, політичні та економічні метаморфози не сприяють стабілізації у посткризовому періоді та покращенню рівня довіри до гривні, зменшенню нетто попиту на валюту та відтоку гривневих депозитів та їх конвертації у долар США; зростання рівня доларизації в 2011 році та зовнішньої заборгованості, з точки зору раціональних очікувань, свідчить, що ми стоїмо на новому етапі фінансової кризи в Україні.

Дискусія в наукових колах в останні кілька років щодо moral hazard країн, яким Міжнародний валютний фонд надає фінансову підтримку все ще триває, а тому залишаються і надалі актуальними оцінки поведінки різних держав та України зокрема.

Кредити МВФ послаблюють стимули країн приймати економічно виважені рішення по обмеженню видатків і використанню інших превентивних дієвих методів для запобігання кризам. Розрізняють моральний ризик кредиторів, який виражається у готовності надавати ризиковані кредити та дебіторів, які можуть бути недобросовісними позичальниками.

Зниження курсу гривні збільшить конкурентоздатність економіки на міжнародному рівні тобто зросте експорт і за рахунок інфляції Україна зменшить державний борг у національній валюті, проте зовнішній борг зросте внаслідок паритету купівельної спроможності валютних курсів.

Амбівалентність української політичної влади не приносить позитивних результатів для економічної стабільності, адже потрібно проводити жорсткі структурні реформи для збалансування бюджету, що дасть також можливість обслуговувати зовнішні борги.

Синергетичний ефект зростання зовнішнього боргу та одночасне зменшення валютного курсу та внутрішня політична нестабільність приведуть до нової хвилі доларизації економіки. Стурбованість викликає частота і тривалість криз, які в кінцевому результаті можуть перейти із часткової у повну офіційну доларизацію економіки України.

Проблема moral hazard є ключовою складовою у дискусіях з реформування архітектури міжнародної фінансової системи та ролі МВФ у її майбутній структурі.

Список літератури

1. *Лафбер А.* Экономическая теория уклонения от налогов (The Economics of the Tax Revolt, 1979) — совместно с Дж. Сеймуром.
2. *Болгар Т. М., Пластун О. Л.* Принципові підходи до оцінки моральних ризиків банку [Електронний ресурс] — Доступний з: http://academy.sumy.ua/images/stories/docs/К_ВОА/plastun_001.pdf
3. *Василик О. Д.* Теорія фінансів. Підручник. — К.: Видавництво НІ-ОС. 2000.
4. *Войфел Ч.* Энциклопедия банковского дела и финансов [Текст] / *Вулфел Чарльз Дж.* — М.: Корпорация «Федоров», 2003. — 1584 с.
5. Європейський Титанік / Портал про фінанси та гроші / від 26.05.2011 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2011/05/26/239667>
6. Інформаційні матеріали сайту Національного банку України. [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63734> ; <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63738>
7. Коли Україна отримає третій транш від МВФ. // *Обозреватель* // [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://ukr.obozrevatel.com/news/koli-ukraina-otrimae-tretij-transh-vid-mvf.htm>
8. *Кравчук Н. М., Зінченко Н. В.* Управління прибутковістю підприємства Проблеми підвищення ефективності інфраструктури: зб. наук. праць. — К.: НАУ, 2011. — № 30. — С. 70–75.
9. *Масгрейв Р. А., Масгрейв П. Б.* Государственные финансы: теория и практика / пер. с 5-го англ. изд. [1989]. — М.: Бизнес Атлас, 2009. — 716 с.

10. Міністерство фінансів України / Динаміка кредитних рейтингів України [Електронний ресурс] – Доступний з: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=299315&cat_id=61736
11. Німецький суд підтримав фінансування єврозони [Електронний ресурс] – Доступний з: http://www.bbc.co.uk/ukrainian/business/2011/09/110907_germany_court_er.shtml
12. Ващенко О. М. Моральні ризики як фундаментальний фактор існування тіньового сектора в економіці [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://dspace.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/3928/1/20.pdf>
13. Сахаров В. Є., Будкін В., Єрохін С. Міжнародна економіка: Навчальний посібник. – К.: Національна академія управління, 2008. – 432 с. – С. 188–193.
14. Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004–2015) «Шляхом європейської інтеграції» / Авторський колектив: А. С. Гальчинський, В. М. Геєць та ін.; НІСД, Інститут економічного прогнозування НАНУ, Міністерство економіки та з питань європейської інтеграції. – К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004.
15. Транш МВФ Україна не отримує / Інформаційна платформа «Ділова Україна» / від 03.11.2011 [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://project.ukrinform.ua/news/32807/>
16. Туманов А. А. «Моделирование процессов выплат по внешнему долгу (на примере России)» [Електронний ресурс] – Доступний з: www.mmaetst.narod.ru/archieve/tumanov051013.doc
17. Українці спустошують валютні резерви НБУ // інформаційний сайт // [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://karpat-news.in.ua/news/34370>
18. Фрідман М. «Гроші: кількісна теорія» (1968) («Money: the Quantity Theory»)
19. Alchian A. A., The firm is dead, long live the firm: a review of O.
20. Bordo, Michael D. und Anna J. Schwartz (2000), Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress have Fared with and without Bailouts, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 53, S. 101.
21. Choursina K. Ukraine Seeks to Enlarge VTB Bank Loan to \$6 Billion, ICU Says // Bloomberg // – Nov 3, 2011 [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-03/ukraine-seeks-to-enlarge-vtb-bank-loan-to-6-billion-icu-says.html>
22. Cochrane L., O'Brien E. Hryvnia Pares Loss as Ukraine Calls Dollar Rate 'Unacceptable' // Bloomberg // December 18, 2008 [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=asLqjDhZ5ZYk>
23. Finance Portal von TU Dresden [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://finance.wiwi.tudresden.de/Wiki-fi/index.php/Prinzipal-Agent>
24. International Monetary Fund. History of Lending Arrangements from May 01, 1984 to January 31, 2012 [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=993&date1key=2012-01-31>

25. International Monetary Fund. Ukraine: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-By Arrangement. IMF Country Report No. 11/325 July 6, 2011 November 11, 2011 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11325.pdf>
26. *Krasnolutska D.* Ukraine Fans Default Risk in Russia Bet as Vote Molds Policy // Bloomberg // — Feb 22, 2012 2011 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.bloomberg.com/news/2012-02-21/ukraine-fans-default-risk-in-russia-gas-bet-as-vote-molds-policy.html>
27. *Lane T., Phillips S.* Moral Hazard. Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders? International Monetary Fund March 2002 [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues28/>
28. *Lerner A.* The Economics of Control. Principles of Welfare Economics. N.Y., 1944.
29. *Sturzenegger, Federico.* Default Episodes in the 90s: Fact book and Preliminary Lessons,. Business School, Universidad Torcuato Di Tella, 2002.
30. *Sturzenegger, Federico.* Toolkit for the Analysis of Debt Problems,. Documento de Trabajo 12/2002, Centro de Investigaciyn en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella, 2002.
31. The European Financial Stability Facility (EFSF) [Електронний ресурс] — Доступний з: <http://www.efsf.europa.eu/about/publications/index.htm>
32. Williamson's The economic institutions of capitalism [Текст] / A. A. Alchian, S. Woodward. — Journal of economic Literature, 1988. — v. 26. — N 1. — P. 70

Стаття надійшла до редакції 27.01.2012